

# キャッシュ・フロー経営とキャッシュ・フロー計算書

岩 浪 貞 芳

## Abstract

The cash flow taken seriously in the cash flow management is free cash flow.

It becomes the purpose of that management that free cash flow will be maximized in the future. The result of the practice of the cash flow management is disclosed by the financial statements and so on. The historical information of all the cash flow in the fiscal period is disclosed in the cash flow statement. That cash flow information is often used as an indicator of the amount, timing and certainty of future cash flows.

キーワード..... 企業価値 将来キャッシュ・フロー フリー・キャッシュ・フロー  
資本コスト キャッシュ・フロー情報

## はじめに

1990 年頃から日本の経営者やビジネスマンの中で、キャッシュ・フロー（以下、CF という）やキャッシュ・フロー経営（以下、CF 経営という）の考え方が、注目を集め、最近かなり常識化してきた。

1980 年代以前において、バブル経済が崩壊するまではメインバンク制や株式持合制などによって、日本企業は CF を軽視しても順調に経営が実行できた<sup>1)</sup>。

90 年代に入って、日本企業の業績低迷は株主資本利益率（Return On Equity:ROE）の長期低落傾向に顕著に現われている。その原因が需要をはるかに上回る過剰供給能力による高コスト体質にあることはよく指摘されるところである。経営資源（雇用、設備、借金）がこのように過大に積み上がった背景には、終身雇用や年功序列賃金に代表される雇用慣行、含み益を目的とする不動産投資や有価証券投資、横並び的な組織の拡張主義、採算よりも売上を重視するシェア至上主義などのいわゆる「日本的経営」の特殊性がある。

組織肥大化の原因は、ROE を業績指標に受け入れる風土が育っていなかったところにもある。業績指標として「税引後利益」よりも利息の支払能力を測る「経常利益」が重視されてきたのは、株主よりも債権者を重視してきた証拠でもある。株主資本のウェイトが低い負債依存の資本構成のもとでは、株主資本に対するコスト意識が高まる余地がなかったのもそれなりに首肯できるところである<sup>2)</sup>。

2000年3月期決算以降導入されたキャッシュ・フロー計算書（Cash Flow Statements：CFS）について語る時、CF経営の意味や、CFSとの関連性を質問されることが少なくないので、それについて、本稿において整理して論述したいと考える<sup>3)</sup>。

## 1. キャッシュ・フロー経営の意義

### (1) 企業価値創造経営とキャッシュ・フロー経営

日本経済は、戦後回復期（戦後から1960年頃）、高度成長期（1960年代から1973年頃）、安定成長期（1973年頃から1991年頃）の期間については、景気循環で一時期の不況はあったが、バブル崩壊の90年代以降に経験した、「失われた10年」と称されたような極めて長期の構造的な不況は、出現しなかった。

そのため、日本の企業経営は、銀行からの融資を中心とした資本構造と継続的な成長を前提に構築されており、管理会計システムもまたそれらの前提のもとに構築されてきたといえる<sup>4)</sup>。

我が国における間接金融方式での資金供給体制について、その特徴と経営に与えた、甚大な影響を野口悠紀雄の見解により簡単にまとめれば以下のごとくである。

日本の高度成長をマクロ的にみれば、高い貯蓄率に支えられた豊富な貯蓄が存在し、それが次々と投資されていく過程であった。ここで重要なのは、企業への資金供給が間接金融方式で行われたことである。1940年体制によって確立された金融システムが、資源を成長分野に割り振るうえで重要な役割を果たしたと考えられるのである<sup>5)</sup>。

間接金融方式の下での資金の流れは、金融市場における統制によって強くコントロールされた。これによって、産業構造と経済成長のパターンが影響されたと考えられる。具体的には、第一に、人為的低金利政策によって信用割り当てを行い、基幹産業と輸出産業に資金を重点的に配分したこと、第二に、「金融鎖国」体制を敷いて資金の国際的な流れをシャット・アウトしたこと、があげられる。

この金融コントロールによって、はじめて資本集約的戦略産業への重点的資金配分が可能になり、戦後日本の高度成長の柱となった重化学工業化が可能となったと考えられる。こうした意味では、金融体制における「戦時体制」の維持は、高度成長を支える最大の要因であったといえることができる<sup>6)</sup>。

1990年代は、経済の長期低迷に加えてグローバル化の大波が日本企業を直撃し、デファクト・スタンダードに調和した経営の実行と会計情報の開示を求める機運が、一気に高まってきた。デファクト・スタンダードの視点からすると、日本企業は従業員や社会との関係を重視し過ぎており、投資家は重視されていないことになるのである。

会社は誰のものかを問うコーポレート・ガバナンス議論の高まりは、従業員と企業の発展を志向した経営から、株主重視の経営への方向転換を促すものであった。

企業価値創造を目指す CF 経営は、このような状況を背景にして、注目度が高まったのである<sup>7)</sup>。米国の企業経営者は、ストックオプションで得た権利を有利に実行して、自らの報酬を高く実現する。そのためには株価上昇に直結する企業経営を実践することが必要であり、この経営行動こそが株主の目的とも合致した行動となっているのである。

米国内においては、多くのトップ経営者（CEO）は、財務執行役員（CFO）の専門性を最大限に発揮して、株価上昇に直結する経営を大胆かつスピーディに実践している。すなわち、米国における多くの上場企業は、株価上昇対策として、企業価値の増大、発行済株式数の減少の二つの方法を同時に実行しているのである。

具体的に、はディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（DCF法）に代表される企業評価方法の理論に基づく方法である。企業価値の増大は事業活動によって得られる CF を最大化するマネジメント、すなわち CF 経営によって実践されている。この経営は企業価値創出経営と言われることもある。

では、発行済株式数を減少するために自社株を購入して自社株消却を積極的に行い、株価上昇に直結する自社株戦略を実践している。最近わが国でも商法改正によって、この自社株戦略の経営による自社株消却が、多くの上場企業で導入されてきている。

このように米国では経営者と株主の利害を一致させ、経営者は株主利益の実現のために株価上昇の経営施策を実行しているのである。今日ではさらに従業員に対してもストックオプションを与えるようになっており、会社の役員・管理者のみならず従業員も含めた会社全体が、株価に敏感な経営を実行できる土壌を構築してきている<sup>8)</sup>。

投資家は、企業がその事業から稼ぎ出す将来の CF がどうなるかに注目していることが一般的であるため、将来 CF の最大化を目指す経営を CF 経営と称しているのである。

CF 経営については、経営学者や経営コンサルタントによってさまざまに語られているが、その説明の本質的部分は、企業価値創造経営（Value Based Management：VBM）または株主重視経営として語られることが多い。

なぜ、CF 経営が企業価値を増大し、株主重視につながるかを次に考察する。一般に企業価値とは、事業価値と金融資産や遊休資産等の非事業用資産の合計である。

事業価値は、DCF 法と呼ばれる方法を用いて、将来的に当該事業が稼ぎ出す CF の現在価値として、算出することができると言われている。

そして、企業価値から有利子負債を差し引いたのが、株主価値であると説明されることが多い<sup>9)</sup>。これを式で示すと次のようになる。

企業価値 = 事業価値 + 非事業用資産

事業価値 = 将来的に当該事業が稼ぎ出す CF の現在価値

株主価値 = 企業価値 - 有利子負債

株主価値は、上場企業ならば株価に発行済株式総数を乗じることにより算出することもで

きる。実は、株価に発行済株式総数を乗じる株主価値の算出方法と DCF 法による株主価値は、理論的には一致することが証明されている。すなわち、それは、将来の CF の増大が、企業価値を増大させ、結果的には株価を押し上げ、株主価値を増大させることを意味している。このため、CF 経営は、株主重視経営、企業価値創造経営として語られることが多いのである<sup>10)</sup>。

CF 経営がわが国企業であまり実践されていないのは、CF を従来から実行されてきた資金繰りのことと誤解したりして、CF は経営のトップの考えることではなく、経理財務部門が考えることであると判断している、経営者自身の認識不足が主因であると思われる。企業価値を高めるために将来的な CF を重視する米国式の経営手法は、損益重視の経営指標で企業経営をしている相当数の日本企業の経営者には最近まで馴染みが薄いのであった<sup>11)</sup>。

しかし、わが国経済は 10 年以上も長期的な不況下にあり、複雑化した国際経済社会の中で日本型経済システムの制度的疲労からくる閉塞感が高まってきている。企業倒産件数は、1990 年は 6468 件であったが、1998 年から 2000 年まで年間 17000 件から 18000 件を数え、2001 年度は 19565 件となっており、不況型倒産が激増しつつあり、その傾向はさらに強まっている。新規起業が少なく、求人数が少ないため、1990 年には 2% であった失業率は、その後上昇を続け、2001 年度は平均 5.2% となり、2002 年には 5.4% の月が多くなっている<sup>12)</sup>。

剣持俊夫は、「企業経営者の使命は、株主に代って企業利益の追求・企業価値の増大を実現していくことである。米国の経営者が目的行動を取っているのに対し、わが国の多くの企業経営者は株主の意図に対して非常にあいまいな行動を取っていると批判されている状況である」<sup>13)</sup>と主張しているが、このようなケースはかなり多いと考えられる。

なお、経営のあり方については、有形資産重視の考え方を变えて、従来よりも無形資産を重視することで、企業価値を創造させることや、株主重視のアメリカ型経営と、日本型経営の対立を越えた第三の経営モデルとして、コーポレートブランドに焦点を当てた新しい経営モデルを確立すること等を目的とした、コーポレートブランド経営を主張するなど様々な試みが行われている<sup>14)</sup>。

## (2) フリー・キャッシュ・フロー

企業価値や事業価値の評価をするうえで、将来キャッシュ・フローを的確に予測することはきわめて重要である。ファイナンスの高度な理論を駆使し、いかに適切な割引率を算定したとしても、将来キャッシュ・フローの予測がずさんでは、正しい価値評価を行うことはできない。

では、正しい将来キャッシュ・フローをどうやって予測するか。これには簡単な近道があるわけではない。地道な作業であり、ファイナンスの知識だけではなく、会計学の知識や、経営戦略、マーケティング、オペレーションといった分野の知識も必要となってくる。財務部や経理部だけでできる作業ではなく、販売部門や製造部門からのインプットや、それらの部門との対話があって、初めて、将来のキャッシュ・フローの予測が行えるのである。

証券アナリストが企業の将来キャッシュ・フローを予想する場合も同様である。彼らは、その企業の経理部から話を聞くだけでなく、販売戦略や製造戦略も含め企業の経営戦略全体を把握している経営トップに、可能な限りインタビューしようとする<sup>15)</sup>。

CFS における CF は一定の会計期間の現金及び現金同等物の流入出すべてのことであるが、CF 経営において重視される CF はフリー・キャッシュ・フロー (Free Cash Flow : FCF) と呼ばれ、すべての CF を意味している訳ではない。従って、企業価値、事業価値、及び株主価値について論じる時の将来 CF とは、企業が将来稼ぎ出す FCF を意味しており、その割引現在価値を対象としている。

FCF の計算は、一般的に税引後の営業利益に現金支出を伴わない費用である減価償却費を加え、そこから運転資本投資額と固定資産投資額を差し引いて計算される。なお、営業収益から営業費用 (ただし、支払利息、法人税等、減価償却費を除く) を差し引いたものを EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation & Amortization : 利息、税金、減価償却費控除前利益) といい、資本構成の違い (支払利息)、各国税率の違い (税金)、会計処理法の違い (減価償却費) を排除した指標として注目されている。

EBITDA から減価償却費と税金を差し引いて税引後営業利益が計算されるが、これは NOPAT (NOPAT : Net Operating Profit After Tax) と呼ばれ、EVA (Economic Value Added : スターン・スチュワート社の登録商標、経済付加価値) を計算する際に資本コスト額 (投下資本 × 資本コストレート) と対比される (表 1)<sup>16)</sup>。

(表 1) フリー・キャッシュ・フローの計算例

営業収益	1,200,000
営業費用 (支払利息、税金、減価償却費を除く)	<u>- 1,000,000</u>
EBITDA	200,000
減価償却費	<u>- 60,000</u>
営業利益	140,000
営業利益に対する支払税金	<u>- 70,000</u>
税引後営業利益 (NOPAT)	70,000
減価償却費	<u>60,000</u>
営業キャッシュ・フロー	130,000
運転資本投資	- 30,000
固定資産投資	<u>- 50,000</u>
フリー・キャッシュ・フロー	50,000

(出所) 梅田誠「キャッシュ・フロー計算書の必要性」、『企業会計』、第 50 巻、第 10 号、1998 年、47 頁。

そして、基本的に EVA は、NOPAT から資本コストを差し引いたものと定義され、業績評価の尺度として利用されている。EVA も FCF も共に残余価値の考え方であり、業績評価の尺度として利用されていることに、共通点がある。FCF の利用について述べれば、M&A や株式投資の際に企業価値評価を行う場合、この FCF を使って DCF 法を適用することが一般的である。

企業の事業活動(実物資産への投資による運用)から生み出された CF は、政府、デット(Debt)投資家、エクイティー(Equity)投資家の 3 者に分配されることになるが、このうちデット、エクイティー両方の投資家に帰属する CF 合計のことを FCF というのである<sup>17)</sup>。

FCF について、CFS を利用して計算する方法としては、CFS における「営業活動からの CF」から支払利息と余資の運用収益(税金考慮後)を控除したものと、「投資活動からの CF」から余資の増減部分(短期有価証券の増減、短期定期預金の増減等)を控除したものの純額が、FCF(株主および債権者に分配可能な CF)と同等のものになると考えられる。余資は基本的に株主に返還するという方針の会社であれば、営業活動と投資活動からの CF の純額を将来的に最大化することが CF 経営における目的関数となる(支払利息が含まれていてもその方向性は変わらない)<sup>18)</sup>。

FCF の計算方法は、数例あるが、簡単に営業 CF から投資 CF を引いた額と説明している場合もある。一般に、投資家はリスク(CF の変動性)を嫌うので、資産が生み出す CF の期待値が同じであってもリスクが大きくなるほど、資産価値は低下する。投資家は特定の企業に投資すると他の企業に投資する機会を放棄しなければならないから、放棄した投資機会がもたらしたであろう利益率 機会を放棄するコスト(機会原価)を少なくとも補償しなければならない。

この必要最低限の利益率を資本コストという。後述するように、負債の資本コストと株式の資本コストはリスクが異なるので、企業全体の CF を現在価値に割引くには、源泉別の資本コストを資本構成比でウェイトづけした加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital : WACC)を用いる(詳しくは次節を参照されたい)。

WACC を  $k$ 、 $t$  期の FCF の期待値を  $FCF_t$  と表すと、その現在価値は  $FCF_t / (1+k)^t$  となる。投資家が将来受取る FCF の現在価値の合計が現時点における投資価値になるから、これを企業価値(Market Value : MV)という。

$$MV = FCF_1 / (1+k) + FCF_2 / (1+k)^2 + \dots$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} FCF_t / (1+k)^t$$

企業全体の FCF は債権者と株主に分配される。債権者に分配されるキャッシュ・フロー  $R_t$  の現在価値合計を負債価値(Debt Value : DV)、株主に分配されるキャッシュ・フロー  $P_t$  の現在価値合計を株主価値(Shareholder Value : SV)という。したがって、次式が成立する<sup>19)</sup>。

企業価値  $MV = 負債価値 DV + 株主価値 SV = 事業価値 + 非事業用資産$

それぞれの CF はリスクが異なるので、現在価値に変換する場合、 $R_t$  に対しては  $K_D$  (負債資本コスト)、 $P_t$  に対しては  $K_S$  (株主資本コスト) というそれぞれのリスクに見合った割引率 (資本コスト) を適用する。なお、債権者が要求する資本コスト (市場金利) が負債契約を結んだときの契約金利と大差がない場合は、負債の時価は簿価に近似するから、企業価値から負債簿価を控除した金額が株主価値になる<sup>20)</sup>。

ともかく、株主や債権者が企業に期待している企業価値創造の重要な部分は事業価値であり、その本質は、企業がその事業から将来稼ぎ出す FCF である。

そして、その将来 FCF の現在価値を計算するための割引率としての資本コスト、また、EVA を計算するための要素としての資本コストについて、次に考えなければならない。

### (3) 資本コスト

CF 経営を理解するための重要な概念が資本コストである。債権者も株主も、特定の事業に投資する際に、期待することは同じである。それは、同等のリスクを持つ他の投資機会に投資をした場合に、合理的に得られるであろうリターン (機会費用) を上げることである。そこで、WACC は、将来 CF を現在価値に直す際に用いる割引率であり、キャッシュの時間価値を調整するファクターとなる。資本コストはどう算定するのが適切か。1990 年代後半のアメリカでの株式市場の高騰に端を発して、その重要性がまた脚光を浴びたところである<sup>21)</sup>。

前述のように事業価値は、将来的に当該事業が稼ぎ出す CF の現在価値であり、その現在価値を求める際の割引率は、WACC を用いるのである<sup>22)</sup>。

WACC の推定に当たっては、企業価値評価の全体的なアプローチや CF に含めるものとの整合性をとっていく必要がある。具体的には、企業全体の価値を対象として DCF 法をとる場合、

次のような要件を満たす必要がある。

- ・ FCF は、株主や債権者といったすべての資金提供者に帰属するものであるから、WACC はすべての資金源 (有利子負債、株式を含む) から調達された資金の加重平均である。
- ・ FCF は税引後ベースで表されているので、資本コストも税引後のものを用いる。
- ・ FCF は名目ベースのものを用いるので、資本コストも、実質レートに期待インフレ率を加えた名目ベースのものを用いる (ただし、将来 CF の推定からインフレの影響が排除されている場合は、実質ベースのものを用いる)。
- ・ 株主や債権者は引き受けるリスクに応じたリターンを期待するので、各資金提供者が負担するシステムティック・リスクに応じた調整が必要となる。
- ・ 簿価とは異なり、時価は株式や債権、借入金等の真の経済価値を反映したものであり、加

重平均は時価に基づいて行う。

- ・ CF 予測期間内のインフレ率、システマティック・リスク、資本構成の変化に応じて、資本コストも変化させる<sup>23)</sup>。

すなわち、企業の WACC に影響を与える要因としては、マクロ経済環境、企業の発行株式の市場性（株式市場環境）、営業上、ならびに資金調達に関係した企業の内部環境、プロジェクトに必要な資金調達額の大小、などがあげられる。こうした4つの変動要因は、リスクを伴わない収益率とリスク・プレミアムに分けることができる。こうしたリスクの2側面が、企業の資本コストを推定する際には重要な基本概念となる<sup>24)</sup>。

従って、税引後の WACC を計算するには一般的に、各資金調達方法の限界税引後コストの加重平均をとり、以下の式で表される。

この式で、記号の意味は、下記のとおりである。

$$WACC = kb(1 - Tc) \frac{B}{V} + kp \frac{P}{V} + ks \frac{S}{V}$$

kb = 期限前償還権や株式への転換権がない有利子負債の税引前最終利回り

Tc = 評価対象企業の限界税率\*

B = 有利子負債の時価

V = 評価対象企業の時価ベースで見た企業価値 (V = B + P + S)

kp = 期限前償還権や普通株式への転換権がない優先株の税引後コスト（優先株式配当に対する法人税控除がない場合には税引前コストと等しい）

P = 優先株の時価

ks = 市場が決める普通株の機会費用

S = 普通株式の時価総額

\* 限界税率とは、限界的な支払い利息に適用される税率のことである。通常は、法定税率である。

この式では、3種類の資金調達手段しか含めていない。それらは、株式への転換権がなくかつ期限前償還もない有利子負債、普通株式への転換権がなく、かつ期限前償還もない優先株式、普通株式である。実際には、借入金や優先株というように資金調達の方法は同じであっても、現在あるいは将来のさまざまなタイミングで、現金支払の有無など、さまざまな種類に分かれていく。そのため、それぞれに、もっと詳細に時価を算出しなければならない。このように加重平均のプロセスは複雑である<sup>25)</sup>。

たとえば、株主資本のコストだけを考えた場合、マクロの経済環境で決まるリスクのないレートは3.0%であると、追加リスクが伴う時の、投資家の要求収益率が、11.5%であるとすれば、それを満たすためには、企業はリスクのない収益率の3%とリスク・プレミアムの8.5%の



収益率を稼がなくてはならない。

そして、リスクの度合が高くなればなるほど、投資家を満足させるためのリスク・プレミアムは高くなる。こうしたリスク・プレミアムにリスクのない収益率を加えた値が、企業の資本コストになるのである<sup>26)</sup>。

CF 経営の説明上、企業価値の評価の考え方を述べるために最もポピュラーな資本コストのことを上記に論述した。しかし、DCF 法の計算式で用いる割引率について、WACC が最良の方法というわけではない。過去 20 年以上もの間、DCF 法はスタンダードとして受け入れられてきたが、WACC を用いる方法はもはや時代遅れであるという人は少なくない。

たしかに、ビジネススクールや教科書の多くが、WACC を利用したアプローチを教授し続けている。しかし、その理由は、WACC を使うことは、知っておくべき古典的なスタンダードだからであり、けっしてそれが最良の結果を生み出してくれるからではない。

だから現在では、そうしたビジネススクールや教科書は、その代替となる方法論も教えてくれる。「修正現在価値」( Adjusted Present Value : APV ) と呼ばれる代替方法は、きわめて有益であり、また、その信頼性は高い。マネージャーが DCF 法を利用する際、これまでは WACC だったが、これからは APV を選択するようになるだろう<sup>27)</sup>。

#### (4) キャッシュ・フロー経営とディスクロージャーの変化

株主を大切にす文化が強いアメリカでは、経営に対する機関投資家の発言力が強まっているが、これは年金基金、投資信託等の機関投資家の株式所有比率が上昇していることに起因する(大企業の約 60% を占めるに至っている)。そしてフィデリティ(米国の世界最大の投資信託会社)や TIAA CREF(米国の教職員保険年金連合会・大学退職基金で米国最大の年金基金)といった機関投資家は、トップの更迭や業務改革を迫るなどして、経営に参加してきている。

ヨーロッパの大陸各国(アングロサクソンのイギリスを除く大陸の先進工業諸国)では、これまで P/L 中心の経営(エクイティ文化不在の経営)を行ってきた。日本企業に似て、企業規模の拡大、市場フェアの追求、テクノロジーの追求が経営の重要課題であり、株主価値は軽視されてきた。また、このほかにも株式持ち合いや、ステークホルダーとしての従業員を株主に重視するなど、日本との類似点がある。しかし、最近では、アメリカと同様、年金基金等の機関投資家の影響が強まり、株主価値向上に努力するようになってきている。

日本でも昨今、海外機関投資家が株主名簿のトップに登場する企業が増加する傾向にある。そうした企業では、企業努力による企業価値、株主価値の向上はもちろんのこと、その結果についてグローバル・スタンダードでのディスクロージャーも必要となる<sup>28)</sup>。

投資家の情報要求の拡大を背景に、伝統的な財務報告からより包括的なビジネスレポーターリングのモデルがさまざまに提案されている。そのなかでも、最も注目に値するのが、アメリカ公認会計士協会(AICPA)のジェンキンス委員会報告書(1994年)である。ジェンキンス委員

会報告書では、伝統的な財務報告を見直す視点として、次の三点を提示している。

未来化の視点：経営計画やリスク情報といった将来指向的信息を重視することをいう。

非財務情報重視の視点：重要な事業の遂行プロセスなど、長期的な価値形成に焦点を当てた情報を重視することをいう。

内部管理情報外部化の視点：事業管理目的の情報を外部報告目的の情報として同列に取り扱うことをいう<sup>29)</sup>。

また最近、米国の会計基準設定機関である FASB は、「ビジネスレポーティングと財務報告：ニューエコノミーからの挑戦」(2001 年 4 月)と題した特別調査報告書において、開示情報のスペクトラムを拡大することでビジネスレポーティングの質を改善すべきことを提案している<sup>30)</sup>。

会計の機能は、情報提供機能重視へ展開されており、会計ディスクロージャーの報告対象は、伝統的な財務報告から包括的なビジネスレポーティングへと展開が提案され、実行が進行中である。そうした状況は、管理会計の分野にも影響を与え、ディスクローズされる管理会計の情報は、ますます拡大していくであろう。

櫻井通晴は、CF 経営について次のように主張している。

「管理会計の歴史は、会計測定という側面から見れば、発生主義から CF 経営への移行の歴史であるといえる。その発展過程をその対象という観点から見ると、製品 プロジェクト 事業体というように、次の三つのプロセスを経てその主要な対象を変えながら発展してきたといえる。

第一に、1930 年代における直接原価計算の提唱は、棚卸資産に工夫を加え、製品原価の計算機構を CF に限りなく近づけることで利益計画に役立てたいとする努力の表明であった。

第二に、1960 年代の DCF 法など CF による設備投資の経済性評価では、主眼は減価償却費に置かれ、経営意思決定のために CF を活用することで、発生主義に基づく計算機構を修正しようとした一つの工夫であったといえる。

第三に、1970～80 年代に盛んになった経営戦略策定のための事業戦略、サプライチェーンの関係分析、および M&A など経営戦略のための事業体の評価には、CF に基づく評価を行うのが合理的である<sup>31)</sup>。

先進国においては、1970 年代から 80 年代にかけて所得水準が上昇した結果、モノ余り現象が一般化した。同時に、わが国は、貿易収支の黒字の累積傾向、日本列島改造ブーム、80 年代後半のバブル経済などで、GDP は年平均 4.6%位の右肩上がりでも上昇を続け、世界でも最高の所得水準を享受することができるようになり、企業はゼロサム・ゲームの中での競争を強いられるようになってきた。

さらに、「超大国日本の挑戦」、「ジャパンアズナンバーワン」、「MADE IN JAPAN」、「カイゼン」などの本が欧米で多く売れたように、日本的経営が脚光を浴びると共に、わが国経済はグ

ローバリゼーションの波をもろに受けることになり、海外への事業展開が一般的になるとともに、海外・国内を問わず、M&A が珍しくない現象になりつつある。その結果、管理会計担当者には経営戦略策定のための情報提供に関与する必要性が高まってきたのである。こうした経済環境の変化が管理会計に与えた影響について、櫻井通晴は次のように述べている。

「イギリスではプロムイッチの戦略的管理会計、アメリカではキャプラン＝クーパーの戦略的成本・マネジメントや、シャンク＝ゴビンダラジャンの戦略的原価分析などが登場してきたのは、経営者が管理会計に経営戦略への関与を求め始めた 80 年代以降の企業環境の変化の反映である。このような経営戦略のための企業評価においては、CF が主要な経営判断の材料になる。管理会計への期待は、プロジェクト別の経営意思決定、事業体の経営戦略策定へと重点を移行するにつれて、管理会計上の基礎概念も発生主義に基づく利益から、CF へと重点移行が見られるのである」<sup>32)</sup>。

これまでの日本の企業は、内部的に定めた利益目標を目指して、いわゆる「カイゼン」をしながら、経営をしてきた。しかし、CF 経営は、株主、顧客、従業員等、それぞれの高い期待に応えていくことを目指した経営である。特に、株主の期待を満足させるということは、資本コスト以上のリターンを追求することであり、そのハードルは「カイゼン」だけではクリアできない。

したがって、CF 経営の実践のなかで、抜本的な取り組み (re-engineering) が要求されているのである<sup>33)</sup>。

## 2. キャッシュ・フロー経営とキャッシュ・フロー計算書の関係

### (1) キャッシュ・フロー計算書の意義と目的

財務諸表の作成目的は、投資家・債権者の広範な利用者が経済的意思決定を行う上で有用な情報を提供することにある。このことについて IAS の「枠組み」(Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements) は、経済的意思決定に有用な情報とは企業の CF を発生させる能力とその発生時期および確実性について評価するのに役立つ情報である(第 15 項)としている<sup>34)</sup>。

また、アメリカの FASB の「概念基準書」(Concepts Statement) も、「財務報告は投資者・債権者その他の情報利用者が、当該企業への正味 CF の見込額、その時期およびその不確実性をあらかじめ評価するのに役立つ情報を提供しなければならない」<sup>35)</sup>と、ほぼ同様に CF の重要性を指摘している。

発生主義会計は会計処理において企業の予測、判断(あるいは恣意)の介入する余地が大きく、その結果、企業間の業績比較を難しくする面を持っている。CF による分析では、そのベースが現金あるいはその同等物の流入出という事実に基づいているために、このような弊害は少

ないことが指摘されている<sup>36)</sup>。

我が国の連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書（以下「意見書」という）には、「『キャッシュ・フロー計算書』は、一会計期間におけるキャッシュ・フローの状況を一定の活動区分別に表示するものであり、貸借対照表及び損益計算書と同様に企業活動全体を対象とする重要な情報を提供するものである」と記され、財務諸表の一つとして位置づけられている。

CFS は、要約すれば、一会計期間中において主要な源泉別および用途別に分類された企業の現金収支を直接的または間接的に示すものである。CFS は、営業活動を通じて債務の返済、配当金の支払を行い、または営業能力の維持、拡大を図るために再投資を行う企業の現金創出活動に関する有用な情報を提供する。さらに借入れ、抛出の両者による企業の資金活動に関する情報の有用な情報や企業の現金投資および支出に関する有用な情報を提供する。このような企業の当期の現金収支に関する情報の重要な用途は、企業の流動性、財務弾力性、収益性およびリスクなどの事前評価に役立てるという点にある<sup>37)</sup>。

発生主義会計によって測定される稼得利益および包括的利益は、営業活動から得られる CF とは同一ではない。それゆえ、CFS は、稼得利益および包括的利益と現金収支との間の金額、原因ならびに期間的ズレに関する重要な情報を提供する。一般に、情報利用者は、稼得利益または包括的利益とそれに関連する CF の関係进行评估する場合にかかる情報を考慮に入れるのである<sup>38)</sup>。

1998年3月に企業会計審議会から公表された「意見書」では、CFSの役立ちは明確に述べられていない。作成基準の作成目的においては、「キャッシュ・フローの状況」を報告するとされているが、それから何を分析するのかという意味での目的に関する説明はなされていない。SFAS95 および改訂 IAS7 はこれについて規定している。

そこで参考になるのが、この計算書の発祥の地アメリカで1987年に公表されたFASBのステートメント第95号『キャッシュ・フロー計算書』（以下、SFAS95）である。SFAS95は、CFSを基本財務諸表として登場させるとともに、CFSの目的に関して、先のAPB（Accounting Principles Board：アメリカ会計原則審議会）の2つの意見書（1963年公表の意見書第3号、1971年公表の意見書第19号）に比べて大きく踏み込んでいる<sup>39)</sup>。

SFAS95において、CFSの利用目的は次のように規定されている [ par.5 ]

積極的な将来の正味キャッシュ・フローを生み出す企業の能力を評価すること  
企業の債務返済能力、配当金支払能力、外部資金調達の必要性を評価すること  
純利益とそれに関連する現金の収入および支出との差異の理由を評価すること  
その期間における現金および非現金の投資および財務取引が企業の財政状態に及ぼす影響を評価すること

しかし、これら目的規定がどのようにして導かれ、また、具体的にどのようなことを意味し

ているのか、それらに関する説明を FASB は省いている。資金計算書（CFS を含む第三の財務諸表の総称）は、米国で生成し、発展したものである。その米国では、1900 年前後から 1920 年代の半ばにかけて、資金計算書（funds flow statement）の名称や様式、さらにはその役立ちについて合意のできない時期を黎明期として、長い間の様々な論争の結果、1971 年 APB 意見書第 19 号において、「財政状態変動表」を基本財務諸表の一つに加えたのであった。

そしてさらに種々の論争の結果、1987 年 FASB は、SFAS95 において、財政状態変動表(statement of changes in financial position) に替えて、CFS を基本財務諸表の一つと規定したのである<sup>40)</sup>。

従って、実は、SFAS95 で列挙された CFS の役立ちは、それからさかのぼること約 100 年の間にさまざまに申し立てられてきた主張を整理したものと考えられる。しかしながら、それらの整理の課程は、かなりの作業になるためであろう、表には出てきていないのである。

したがって、これら目的の具体的な意味は、資金計算書に関する 100 年の歴史の中に見出さなければならない。その時初めて、これら 4 つの目的は具体的な意味をもつようになると考えられる<sup>41)</sup>。

また、改訂 IAS7 はその目的について次のように規定している。

「企業のキャッシュ・フローに関する情報は、財務諸表の利用者に対して、当該企業が現金および現金同等物を獲得する能力、並びにこれらキャッシュ・フローを企業が利用する必要性を評価するための基礎を提供する上で有用である。利用者が経済的意思決定を行うには、企業が現金及び現金同等物を獲得する能力、並びにそれらを獲得する時期及び確実性を評価する必要がある。

本基準書の目的は、期中のキャッシュ・フローを、営業、投資及び財務活動に分類したキャッシュ・フロー計算書によって、企業の現金及び現金同等物の変動実績に関する情報の提供を求めることである」

これら両者の規定を比較してみると、企業の現金創造能力を評価すること、および企業の債務返済能力、配当支払能力を評価することが、共通の利用目的であることが分かる。これは、企業の現金創造能力および支払能力を評価することと言い換えることができ、SFAS95 および改訂 IAS7 は、これらを CFS の固有の利用目的と考えているのである。

また、「キャッシュ・フロー情報の効用」について、改訂 IAS7 においては、次のように述べられている。

キャッシュ・フロー計算書が他の財務諸表とともに利用される場合には、企業の純資産の変動、財務構造（流動性や支払い能力を含む）並びに環境と機会の変化に合わせて、キャッシュ・フローの額と時期に企業が影響を及ぼす能力を利用者が評価することを可能にする情報を提供する。キャッシュ・フロー情報は、企業が現金及び現金同等物を獲得する能力を評価する上で有用であり、また利用者が、異なる企業の将来のキャッシュ・フローの現在価値を評価し、比較するためのモデルを開発することを可能にする。また、キャッシュ・フロー情報は、同一の

取引及び事象に対する異なる会計処理の採用による影響を除去するので、経営業績報告の企業間の比較可能性を高める。

キャッシュ・フローの実績情報は、しばしば将来キャッシュ・フローの額、時期及び確実性の指標として利用される。それはまた、過去に行った将来のキャッシュ・フローに対する評価の正確性を検証し、収益性と正味キャッシュ・フローの関係及び価格変動の影響を調査する上で有用である<sup>43)</sup>。

CFS は一定の会計期間の CF 情報を提供するものであることは、公表財務会計の性格からいって当然のことであるから、そこで提供される開示情報から長期（複数年度）の経営情報をいかに探るかは、分析者の任意に委ねられているのである<sup>44)</sup>。

## (2) 情報のビジュアル化の必要性

CF 経営とは、長期計画を基本として、日々の経営活動を通じて、地道に実践していくものであり、会計期間の終了時又は四半期毎に、CFS を作成して開示することは、過去の実績を説明する財務報告にすぎない。現実の経営活動としては、伝統的な資金繰表等の資金計算書を作成しなければ、CF を管理することができない。しかも資金計算書を作成しただけでは、意味がないのであり、それを使ってどのように「計画し、行動し、意思決定をするか」が必要なのである。

では、CF 重視の発想をもって経営していれば各種の資金計算書は作らなくてもいいかといえ、そうではなく、目的を持って計画的に経営するということは、全ての情報をビジュアル化することから始まるのである。

情報をビジュアル化しなければ、計画的・客観的に行動し、かつその行動を評価することができない。さらに、ビジュアル化しなければ、情報を多くの社員と共有してより広くより深く CF 経営を実践することもできない。

また、CF 情報を経営に活用し、将来の FCF を最大化するためには、情報を収集するだけではなく、それを専門的に分析し解説できる組織体制を構築することが必要である<sup>45)</sup>。

日常的な経営活動における CF 重視の経営の成果が、結果として財務諸表に表示されていくのであり、特に CFS に詳細な CF 情報が開示されるのである。

## (3) キャッシュ・フロー経営とキャッシュ・フロー情報

情報のビジュアル化などの実行を前提として、CF を重視し、事業価値、企業価値、株主価値を向上させることを目的とした経営が、企業価値創造経営と呼ばれている。

戦略意思決定と企業人の日々の活動内容によって、企業価値は創造されたり、破壊されたりする。戦略策定や、活動管理とそのためのツールである指標設定・管理・評価に CF をベースとした考え方を取り入れることが必要である。そのようにすることによって、将来の CF を最大

化させて、事業価値、企業価値、株主価値を向上させることが出来るのである<sup>46)</sup>。

CFSは、CFを営業活動によるCF、投資活動によるCF、財務活動によるCFに3区分している。この区分にしたがって、企業はどのようにCF経営を実践して将来CFの最大化を目指していくかを以下に要約して述べる<sup>47)</sup>。

#### 営業活動によるキャッシュ・フローの増大

営業活動によるCFを増大させるためには、事業構造の再構築と各部門の事業運営の抜本的改革を図る必要がある。事業運営や業務プロセスの抜本的改革を進めていくためには、CFを増大させる要因(Driver)を明確にし、その要因に対して、アクションプランを立案・実行することが大切である。

CF経営には、資本コストを上回るCFを創出するという高いハードルがあるため、より抜本的な改革への取り組みが要求されるのである。

#### 投資活動によるキャッシュ・フローの増大

投資活動によるCFを増加させるためには、新規事業に対する評価を、CFによって行うことが重要である。

また、既存の資産についても、経済性の評価を行い、投資の大原則である「リスクに見合うリターン」が得られるかという観点から、再評価を行う必要がある。

新規事業の投資経済性評価方法としては、投資利益率法、回収期間法、現在価値法、内部利益率法、原価比較法等がよく利用されている。

#### 財務活動によるキャッシュ・フローの増大

財務活動によるCFのカイゼンは、有利子負債を返済したり、より金利の低い負債に借り換えたりするだけではない。当該企業にとって、最適な資本構成を見だし、資本・負債比率のバランスをとることも重要である。

株主資本比率が高いとROEが低くなるとともに、株主資本コストが高くなる。一方、株主資本比率が低いと、財務的安全性や信用力の低下によって、格付が低下し、金利が高くなってしまう。

したがって、企業の資本構成は、それぞれの企業のリスクや収益性を考慮して、最適化することが重要である。

#### 継続的モニタリングとフォローアップ

CF経営の実践とは、CFを評価指標にしながらか、前述の様々な施策を計画し、実行し、その実行の評価や分析を行って、問題点の解決を行っていく、一連の活動のことである。その活動の繰り返しによって、CFが増加し、企業価値、株主価値の増大につながっていくのである。したがって、CF経営の実践をモニタリング&フォローアップする業績評価マネジメントとそれを支える情報システムが必要となるのである<sup>48)</sup>。

企業価値向上を最終目的とした経営を組織末端まで浸透させ、従業員の日々の活動レベルま

で浸透させるには大きな壁があり、これらの問題を解決するため、90年代初頭に米国で開発されたバランス・スコアカード（Balanced Score Card：BSC）という経営管理手法などが活用されている<sup>49)</sup>

CF経営の実践の結果、営業活動によるCF、投資活動によるCF、財務活動によるCFは、それぞれどのようになっているか、そしてFCFはどうなっているか、その成果と経営姿勢は、CFSによって開示される。数期間のCFSを投資家その他のステークホルダーが見ることによって、損益計算書、貸借対照表と関連づけてその企業経営の全体像を分析し、評価し、将来を予測することができる。

CFSが日本の企業の経営に与えるインパクトとして資金調達活動への影響が考えられる。百合草裕康は次のように論じている。「連結ベースのCF情報が日本の証券市場に参画する投資者にとって有用な情報であるかどうかを検証するために、日本企業が有価証券報告書において開示しているSEC基準の連結CFSから得られる情報と株価リターンとの関連性について分析している。その分析結果をみると、連結ベースのCF情報は株価リターンと関連性があり、とりわけ営業活動からの正味のCF情報が前年比でプラスであった企業の株価リターンは上昇し、マイナスであった企業の株価リターンは低下することが明らかになった。さらにこの傾向は、この数年強まりつつある。このことは、CF情報が投資情報として有用であるという認識が、すでに証券市場において受け入れられつつあることを示唆している」<sup>50)</sup>。

基本財務諸表が貸借対照表、損益計算書、だけであった時代よりも、CFSが基本財務諸表に加えられたことにより、CF経営の実践の程度も、より分析・評価しやすくなったので、経営者は、CF重視の経営姿勢を強めざるを得ない情勢になっていると考えられる。

米国では、CFSが導入される過程で、証券アナリストや金融機関などから、直接法による営業CFの計算を求める意見が多く出された。SFAS95は、直接法を採用し、別個の明細表において純利益と営業活動による正味CFとの調整を提供することを推奨している（par.119）。

2001年10月、IASB第6回会議が開催され、CFSの原則であるIASB原則書案原則10は、事業活動について、直接法によりCFを報告すべきであると提言している<sup>51)</sup>。

CF情報として、より有用性の高い、直接法によるCFSが開示されていれば、なお有用な情報の開示として、CFSの有用性レベルが向上するであろう。

## おわりに

CF経営について、さまざまに語られているが、その説明の本質的部分は、企業価値創造経営または株主重視経営として語られることが多い。CF経営において、将来CFの最大化を目指すという時は、企業がその事業において、将来稼ぎ出すFCFの最大化を目指すことを意味している。そして、そのFCFの割引現在価値の総和が企業価値と考えられている。



CF 経営の成果および経営姿勢は、財務諸表等に開示されるが、特に CF 情報は、CFS によって開示される。CFS は、一定の会計期間において、源泉別および用途別に分類された企業の CF 情報を直接的または間接的に示すものであり、FCF を計算するための情報も含まれている。

投資家は、企業の現金創造能力、債務返済能力、配当支払能力等を評価できる情報の開示を要求しているため、貸借対照表、損益計算書に加えて、CFS の開示が制度化された。CF の実績情報は、しばしば将来 CF の額、時期および確実性の指標として利用されている。

それはまた、過去に行った将来 CF に対する評価の正確性を検証し、収益性と正味 CF の関係および価格変動の影響を調査する上で有用な情報となる。したがって、投資家は、貸借対照表、損益計算書等と関連づけて利用することは当然であるが、数期間の CFS を分析することによって、その企業の将来 CF を予測し、評価することができるのである。

<注>

- 1) 中沢恵、「キャッシュ・フロー重視の経営に向けて」、『企業会計』、第 50 巻、第 8 号、1998 年、74 頁。
- 2) 佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章、『EVA 経営』、中央経済社、2002 年、1 頁。
- 3) 岩浪貞芳、『キャッシュフロー計算書の研究』、新潟大学経済学研究科平成 13 年度修士論文、203 頁～213 頁。
- 4) 櫻井通晴、「企業価値創造に役立つ管理会計の役割」、『企業会計』、第 53 巻、第 2 号、2001 年、19 頁。
- 5) 野口悠紀雄、『1940 年体制』、東洋経済新報社、1995 年、97 頁。
- 6) 前掲書、100 頁～103 頁。
- 7) 櫻井通晴、前掲論文、19 頁。
- 8) 剣持俊夫、「日本企業におけるキャッシュ・フロー経営の実態」、『企業会計』、第 50 巻、第 8 号、1998 年、67 頁。
- 9) 北爪雅彦、「キャッシュフローから見た M&A の考え方と留意点」、『JICPA ジャーナル』、2001 年 4 月号、32 頁。
- 10) 川野克典、「キャッシュ・フロー経営の考え方」、『JICPA ジャーナル』、2001 年 4 月号、25 頁。
- 11) 剣持俊夫、前掲論文、67 頁～70 頁。
- 12) 日本経済新聞、2002 年 11 月 4 日付、23 頁。
- 13) 剣持俊夫、前掲論文、70 頁。
- 14) 伊藤邦雄、『実践・コーポレートブランド経営』、日本経済新聞社、2002 年、11 頁～14 頁。
- 15) 内田学、『MBA エッセンシャルズ』、東洋経済新報社、2001 年、243 頁。
- 16) 梅田誠、「キャッシュフロー計算書の必要性」、『企業会計』、第 50 巻、第 10 号、1998 年、46 頁～47 頁。
- 17) 内田学、前掲書、244 頁～245 頁。
- 18) 梅田誠、前掲論文、48 頁。
- 19) 佐藤紘光、『EVA 経営』、中央経済社、2002 年、4 頁。
- 20) 前掲書、5 頁。
- 21) マッキンゼー・アンド・カンパニー、トム・コーブランド、『企業価値評価』、ダイヤモンド社、2002 年、235 頁。
- 22) K・G・パルプ、PM・ヒーリー、V・L・バーナード著、斉藤静樹監修、『企業分析入門』、東京大学出版社、2002 年、329 頁。
- 23) マッキンゼー・アンド・カンパニー、トム・コーブランド、前掲書、235 頁～236 頁。
- 24) 土井秀生、『DCF 企業分析と価値評価』、東洋経済新報社、2001 年、189 頁～190 頁。
- 25) マッキンゼー・アンド・カンパニー、トム・コーブランド、前掲書、236 頁～237 頁。
- 26) 土井秀生、前掲書、191 頁。
- 27) ティモシー・A・ルーマン(田川秀明訳)、「戦略的マネージャーのための事業価値評価ツール(2)」、『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、1997 年 8 月 - 9 月号、53 頁。

キャッシュ・フロー経営とキャッシュ・フロー計算書（岩浪）

- 28) 中沢恵、「キャッシュフローを軽視する日本企業の課題と解決策」、『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、1997年8月-9月号、81頁。
- 29) 八田進二・橋本尚訳、『アメリカ公認会計士協会・ジェンキンス報告書 事業報告革命』、白桃書房、2002年、69頁～78頁。
- 30) 濱本道正「グローバル・ネットワーク時代のディスクロージャーを考える」、『會計』、第161巻、第4号、2002年、92頁～93頁。
- 31) 櫻井通晴「キャッシュフロー経営の意義とは何か」、『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、1997年8月-9月号、17頁～18頁。
- 32) 前掲論文、24頁～25頁。
- 33) 川野克典、「キャッシュフロー経営の考え方」、『JICPA ジャーナル』、2001年4月号、26頁。
- 34) 日本公認会計士協会訳、『国際会計基準書2001』、同文館出版、2001年、25頁～26頁。
- 35) 平松一夫、広瀬義州訳、『FASB 財務会計の諸概念 増補版』、中央経済社、2002年、7頁～8頁。
- 36) 剣持宣揚、「中間連結財務諸表および連結キャッシュ・フロー計算書の有用性」、『企業会計』、1998年7月号、67頁。
- 37) 平松一夫、広瀬義州、前掲書、235頁～236頁。
- 38) 前掲書、236頁。
- 39) 佐藤倫正、「連結キャッシュ・フロー計算書」、『企業会計』、2000年1月号、39頁。
- 40) 佐藤倫正、『資金会計論』、白桃書房、1993年、19頁～37頁。
- 41) 佐藤倫正、前掲論文、39頁。
- 42) 日本公認会計士協会訳、『国際会計基準書2001』、同文館出版、2001年、85頁。
- 43) 前掲書、85頁～86頁。
- 44) 伏見多美雄、「戦略経営分析を支援するキャッシュフロー情報と発生主義会計」、『企業会計』、第51巻、第7号、1999年、87頁。
- 45) 澤昭人・濱本明、『キャッシュフロー早わかり』、中経出版、1999年、96頁～97頁。
- 46) 中沢恵「キャッシュフロー重視の経営に向けて」、『企業会計』、第50巻第8号、1998年、76頁。
- 47) 川野克典、前掲論文、27頁～30頁。
- 48) 前掲論文、30頁。
- 49) 森沢徹、「バランス・スコアカードを活用した経営改革の実際」、『企業会計』、第53巻、第2号、2001年、50頁。
- 50) 櫻井通晴・佐藤倫正編、『キャッシュフロー経営と会計』、中央経済社、1999年、125頁～126頁。
- 51) 山田辰己、「IASB 会議報告（第6回会議）」、『JICPA ジャーナル』、2002年1月号、71頁。

主指導教員（木下勝一教授）、副指導教員（柳喜重郎教授・佐藤 正教授）